WACC Drinkwater 2014-2015

Reactie Vewin op het advies van The Brattle Group d.d. 6 mei 2013

Van: Vewin

Aan: NMa en Ministerie van I&M

Datum: 27 mei 2013

Samenvatting

De primaire en wettelijke opdracht van de minister van I&M aan de Drinkwaterbedrijven is het garanderen van een ongestoorde en kwalitatief uitstekende drinkwatervoorziening aan de burgers van Nederland. De regulering door middel van een WACC is ingesteld ter borging van maatschappelijk aanvaardbare rendementen van de drinkwatersector. De bepaling van de WACC mag echter nooit inbreuk maken op de primaire taak van drinkwaterbedrijven, wat met de thans voorgestelde WACC wel dreigt te gebeuren. De door Brattle voorgestelde WACC is met 4,85% aanzienlijk lager dan de 6% van de huidige reguleringsperiode. Een gevolg van deze lagere WACC zou zijn dat de sector onvoldoende mogelijkheden heeft om via winstreservering noodzakelijke investeringen te financieren. Dit knelt te meer nu de drinkwatersector aan de vooravond van omvangrijke vervangingsinvesteringen staat als gevolg van een investeringspiek uit het verleden.

Wij constateren dat het herziene rapport van Brattle (d.d. 6 mei 2013) afwijkt van de geldende Drinkwaterwet- en regelgeving. In tegenstelling tot de Drinkwaterregeling is de marktrisicopremie niet mede gebaseerd op toekomstgerichte informatie, waardoor de WACC 0,3% te laag wordt bepaald.

Daarnaast is sprake van aanpassing van de methodiek en de invulling hiervan. Gelet op de verwachtingen die met de inwerkingtreding van de Drinkwaterwet zijn gewekt ten aanzien van consistentie in de methodiek en in de concrete uitwerking daarvan, zijn de voorgestelde aanpassingen in strijd met beginselen van behoorlijk bestuur.

De meest ingrijpende wijziging in de methode is dat de vergelijkingsgroep die 2 jaar geleden als representatief werd geacht en is gehanteerd om het risico te bepalen dat drinkwaterbedrijven ondervinden (de bèta), is aangepast zonder dat hier een aanwijsbare reden voor bestaat. Brattle schat, zonder dat het risicoprofiel van de drinkwaterbedrijven is gewijzigd, het risico nu bijna 30% lager. Als naar de bedrijven in de vergelijkingsgroep wordt gekeken dan valt op dat Brattle met een aanzienlijk lager aantal bedrijven rekent (6) dan twee jaar geleden is gebruikt (20) en lijkt de groep met een oververtegenwoordiging van Britse waterbedrijven (4) niet evenwichtig samengesteld. Dit leidt er toe dat slechts 2 willekeurige Britse waterbedrijven het risicoprofiel van de Nederlandse watersector bepalen. De te beperkte omvang van de vergelijkingsgroep verklaart naar ons idee de sterke fluctuatie (30%) in de uitkomst van de bèta ten opzichte van die van 2 jaar geleden en verklaart tevens het grote verschil in de uitkomst bij toepassing van 2 statistische methoden (te weten: mediaan versus gemiddelde) uit het Brattle rapport. De door Brattle voorgestelde aanpassing zorgt ervoor dat het risicoprofiel van Nederlandse drinkwaterbedrijven derhalve niet robuust is ingeschat. Vewin pleit ervoor om ook op het punt van de vergelijkingsgroep consistentie te betrachten met het besluit van twee jaar geleden. De berekening van Brattle leidt tot een te lage WACC van 0,8%.

Na deze aanpassingen wordt voldaan aan de bepalingen in de Drinkwaterregelgeving, wordt consistentie betracht ten opzichte van de vorige reguleringsperiode en wordt bovendien wordt recht gedaan aan de praktijk van de drinkwatersector.

1. Introductie

De Autoriteit Consument en Markt (ACM) adviseert de minister van I&M over de vaststelling van de WACC van de drinkwaterbedrijven voor de periode 2014-2015. De Drinkwaterwet geeft hiervoor de basis en vormt het regelgevend kader waarbinnen vaststelling van de WACC plaatsvindt. De ACM heeft in dat kader de Britse Brattle Group[1] opdracht gegeven onderzoek te doen naar de wijze van berekening van de WACC voor de aankomende reguleringsperiode. Het herziene rapport bevat diverse bijstellingen ten opzichte van het eerste Brattle rapport dat op 20 december 2012 tijdens een klankbordgroep is besproken met en toegelicht door de (toen nog) NMa.[2]

Deze notitie geeft de reactie van Vewin op het herziene Brattle rapport. De notitie is als volgt opgebouwd. Eerst gaan wij in op de bijzondere context van de drinkwaterbedrijven en de weerslag die deze zou moeten hebben op de vaststelling van de WACC. Vervolgens bespreken wij de voorstellen van Brattle in relatie tot het wettelijke kader en de tot nog toe gehanteerde methodiek. Wij eindigen met enkele overige inhoudelijke kanttekeningen bij de methode en uitkomsten van Brattle.

2. Context drinkwaterbedrijven en de WACC

De primaire wettelijke opdracht van de drinkwaterbedrijven is het garanderen van een duurzame, ongestoorde en kwalitatief uitstekende drinkwatervoorziening aan de burgers van Nederland[3]. Dit doen de waterbedrijven tegen jaarlijkse kosten voor een gemiddeld gezin van € 160.

Met de Drinkwaterwet is ook de bepaling van kracht geworden over de WACC van drinkwaterbedrijven. De Minister stelt op grond van artikel 10 lid 3 van de Drinkwaterwet "tweejaarlijks voor 1 november, ten behoeve van de bepaling van de tarieven voor de daarop volgende twee kalenderjaren, de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet vast volgens de methode, bedoeld in het eerste lid[4]. Tegen de vaststelling is geen bezwaar of beroep mogelijk" wat het belang onderstreept van een zorgvuldige procedure om de WACC vast te stellen.

De introductie van de WACC in de Drinkwaterwet is gericht op borging van maatschappelijk aanvaardbare rendementen van de drinkwatersector. In lijn met deze doelstelling is de voor de drinkwaterbedrijven vast te stellen WACC een vermogenskostenvoet die de drinkwaterbedrijven *maximaal* in rekening mogen brengen.

Een belangrijke voorwaarde bij de bepaling van de WACC is dat deze geen inbreuk mag maken op de wettelijke primaire taak van drinkwaterbedrijven en dat deze derhalve ook niet mag leiden tot ongewenste financiële prikkels die deze wettelijke opdracht ondermijnen. Doordat extreem kort financieren echter wordt gestimuleerd, worden deze prikkels wel geïntroduceerd, wat kan leiden tot aanzienlijke verhoging van de financiële risico's die dan deze wettelijke taak ondermijnen.

[1] The Brattle Group; *The WACC for Dutch Drink Water Companies*, 6 mei 2013.

[2] The Brattle Group; *The WACC for the Dutch TSOs, DSOs, water companies and the Dutch Pilotage Organisation*; 28 november 2012.

[3] DWW artikel 3: De zorg, overeenkomstig deze wet en de daarop berustende bepalingen, voor een voldoende en duurzame uitvoering van de openbare drinkwatervoorziening binnen een distributiegebied berust bij de eigenaar van het drinkwaterbedrijf die bevoegd en (...) verplicht is tot levering van drinkwater in dat gebied.

[4] DWW artikel 10, lid 1: Bij of krachtens algemene maatregel van bestuur wordt een algemeen aanvaarde bedrijfseconomische methode vastgesteld volgens welke de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet en het aandeel eigen vermogen in het totale vermogen worden bepaald.

Uit het rapport van Brattle wordt niet duidelijk dat de specifieke situatie waarbinnen de drinkwaterbedrijven in Nederland opereren wordt gewogen. De wijze waarop de WACC doorwerkt in de tarieven in de drinkwatersector is wezenlijk anders dan bij bijvoorbeeld energienetbeheerders. In de energiesector is de WACC gelijk aan het rendement dat een gemiddeld efficiënte netbeheerder maakt. In de praktijk worden zowel hogere als lagere rendementen gerealiseerd. Netbeheerders hebben alle vrijheid om financiële middelen te reserveren om investeringen te financieren. In de drinkwatersector is de WACC een plafond, terwijl voor de energienetbeheerders de WACC in feite een gemiddeld verwacht rendement weerspiegelt. Drinkwaterbedrijven kennen naast een WACC bovendien een maximaal toegestaan eigen vermogen aandeel. Tezamen heeft dit impact op de ruimte die drinkwaterbedrijven hebben om investeringen te kunnen voorfinancieren.

Een en ander kan er toe leiden dat een lage WACC belemmerend werkt op de investeringsbeslissingen van de drinkwaterbedrijven. De WACC (x geïnvesteerd vermogen) bepaalt welke winst maximaal mag worden gerealiseerd door een drinkwaterbedrijf. Vanuit deze winst zal het drinkwaterbedrijf:

1. de <u>werkelijke</u> interestlasten moeten betalen over het vreemd vermogen. De drinkwaterbedrijven hebben een leningenportefeuille opgebouwd van leningen met een looptijd van 10-15 jaar waarbij toen de rentestanden aanzienlijk hoger waren dan nu
2. de maximaal 1% van de omzet als inzet voor MDG doelstelling moeten financieren
3. in voorkomende gevallen een dividend aan aandeelhouders moeten uitkeren
4. een toevoeging moeten doen aan de winstreserves omdat noodzakelijke investeringen in de infrastructuur op een hoger niveau liggen dan de afschrijvingen. De balansverlenging die hierdoor ontstaat zal, gezien de noodzakelijke solvabiliteit (weerstandsvermogen) door middel van winsten, leidend tot versterking van eigen vermogen, moeten worden ingevuld.

De door Brattle voorgestelde WACC betekent dat ad 4 op onvoldoende wijze kan worden gerealiseerd. Hiermee komt de primaire taak van drinkwaterbedrijven in het gedrang, zeker nu de drinkwatersector, overeenkomstig de bevindingen van het RIVM[5], aan de vooravond staat van omvangrijke vervangingsinvesteringen als gevolg van een investeringspiek uit het verleden.

3. Rapport Brattle is niet in lijn met het wettelijk kader en huidige methodiek

Wij constateren dat met het gewijzigde Brattle rapport de methodiek ter bepaling van de vermogenskostenvergoeding beter in lijn is gebracht met de geldende wet- en regelgeving: de Drinkwaterwet, het Drinkwaterbesluit en de Drinkwaterregeling. Toch is ook het gewijzigde Brattle rapport niet op alle aspecten in lijn met de wetgeving.

Een belangrijk punt dat strijdigheid oplevert met de Drinkwaterregelgeving betreft de marktrisicopremie (MRP). In de Drinkwaterregeling is bepaald dat de MRP moet zijn gebaseerd op zowel historische als de toekomstgerichte cijfers (artikel 5d). Brattle baseert zich echter uitsluitend op historische informatie over de MRP. De gewogen gemiddelde MRP voor de eurozone in de periode 1900-2012 bedraagt 5%. De door Brattle gepresenteerde vooruitkijkende cijfers duiden op een MRP van circa 7,2%. Deze worden in de bepaling van de MRP echter niet meegenomen. Indien de door Brattle gepresenteerde cijfers wel meegenomen zouden worden dan zou de MRP op 5,9% uitkomen.[6] Een MRP van 5,9%

---

[5] RIVM, Antenne Drinkwater 2012: Informatie en ontwikkelingen, RIVM rapport 703719087/2012.

[6] De MRP van 5,9% is gebaseerd op het gemiddelde van 4,6% (backward looking) en 7,2% (forward looking). Ter vergelijking: PwC gebruikt in zijn waarderingspraktijk thans een MRP van 6%.

zou beter in lijn zijn met verschillende empirische analyses die laten zien dat de MRP zich thans op een relatief hoog niveau bevindt.[7]

Het Brattle rapport is op belangrijke onderdelen evenmin in lijn met de geest van de drinkwaterregelgeving. Het rapport impliceert namelijk op tal van terreinen methodologische wijzigingen, terwijl uitgangspunt bij de totstandkoming van de wetgeving juist was om consistentie te betrachten. In de memorie van toelichting bij de Drinkwaterregeling staat dat het de bedoeling is dat de in de ministeriële regeling op te nemen uitgangspunten zo min mogelijk worden gewijzigd en dat wijzigingen niet worden voorzien. Tevens is in de memorie van toelichting aangegeven dat in de concrete uitwerking bij de vaststelling van de vermogenskostenvoet zoveel mogelijk zal worden aangesloten bij de voorgaande periode. Met het ministerie van I&M is twee jaar geleden mondeling besproken dat alleen zwaarwegende redenen aanpassingen zouden legitimeren. Dergelijke zwaarwegende redenen ontbreken. Gelet op de verwachtingen die met de inwerkingtreding van de Drinkwaterwet zijn gewekt ten aanzien van consistentie in de methodiek en de toepassing daarvan, zijn de voorgestelde aanpassingen in strijd met beginselen van behoorlijk bestuur.

Een zeer belangrijke voorgenomen wijziging in de methode is dat de vergelijkingsgroep die 2 jaar geleden als representatief werd geacht en is gehanteerd om het risico te bepalen dat drinkwaterbedrijven ondervinden (de bèta) is aangepast zonder dat hier een aanwijsbare reden voor bestaat. Brattle schat, zonder dat het risicoprofiel van de drinkwaterbedrijven is gewijzigd, het risico nu bijna 30% lager. Dit lijkt zeer onwaarschijnlijk. Twee jaar geleden vormde de asset bèta van 0,37 nog het uitgangspunt voor de WACC-berekening. De analyse van Brattle komt uit op een asset bèta van slechts 0,27. De lagere bèta suggereert dat drinkwaterbedrijven plotseling aanzienlijk minder risicovol zijn geworden. Er zijn echter geen inhoudelijke redenen die een dergelijke significante verandering in het risicoprofiel kunnen verklaren. De impact van dit vermeende lagere risico op de maximaal toegestane vermogenskostenvergoeding is substantieel. Bij een asset bèta van 0,37 zoals in het vorige besluit, zou de vermogenskostenvergoeding een half procentpunt hoger uitkomen. Uit een eerdere analyse die wij hebben laten uitvoeren naar de bèta's blijkt verder dat de lagere bèta's niet worden veroorzaakt door veranderde omstandigheden op financiële markten, maar door een verandering in de samenstelling van de vergelijkingsgroep. Uit onze berekeningen blijkt namelijk dat als dezelfde vergelijkingsgroep en methodiek als de vorige keer wordt gebruikt, de asset bèta uitkomt op 0,45.[8]

Als naar de bedrijven in de vergelijkingsgroep wordt gekeken dan valt op dat Brattle met een aanzienlijk lager aantal bedrijven rekent (6) dan twee jaar geleden is gebruikt (20). Een geringer aantal bedrijven in de vergelijkingsgroep leidt over het algemeen tot een minder robuuste schatting van de bèta. Dit blijkt ook uit het relatief grote verschil tussen de mediaan van de asset bèta's (0,27) en het gemiddelde (0,32). Bij een groter aantal bedrijven in de vergelijkingsgroep, zoals de twintig bedrijven die twee jaar geleden zijn gebruikt, is er slechts een klein verschil tussen de mediaan en het gemiddelde. Als tenslotte naar de geschatte asset bèta's van Brattle wordt gekeken dan valt op dat de vier Britse waterbedrijven een relatief lage bèta hebben (gemiddeld 0,24) in vergelijking met de bèta's van de twee Amerikaanse bedrijven (gemiddeld 0,50). Dit roept de vraag op of de vergelijkingsgroep door Brattle wel evenwichtig is samengesteld. Door toepassing van de mediaan wordt de bèta uiteindelijk gebaseerd op de bèta van slechts twee willekeurige Britse drinkwaterbedrijven. Niet duidelijk is waarom de Britse drinkwaterbedrijven wel relevant zijn voor de Nederlandse sector maar

[7] Zie bijvoorbeeld de analyses die Aswath Damodaran, een autoriteit op het gebied van Corporate Finance, regelmatig publiceert. Zie http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

[8] Daartoe zijn eerst de tweejaars dagelijkse en de vijfjaars wekelijkse bèta's berekend voor dezelfde bedrijven als in de vorige vergelijkingsgroep. De asset bèta is bepaald op basis van de mediaan, en vervolgens is de onderkant van de bandbreedte genomen. Dit sluit aan bij de methodiek van het vorige besluit. De asset bèta komt voor de drinkwaterbedrijven komt dan uit op 0,45.

de Amerikaanse niet. Evenmin is duidelijk waarom bedrijven uit andere Europese landen geen deel uitmaken van de vergelijkingsgroep.

Kortom, gelet op de genoemde bezwaren pleit Vewin ervoor om voor de nieuwe vermogenskostenvergoeding dezelfde vergelijkingsgroep te hanteren als twee jaar geleden. Daarmee wordt consistentie betracht en worden de bovenstaande inhoudelijke bezwaren weggenomen. Dit heeft een effect op de WACC van +0,8%.

4. Overige inhoudelijke opmerkingen

Naast de hiervoor genoemde constateringen heeft Vewin nog een aantal overige inhoudelijke bezwaren en opmerkingen over het gewijzigde Brattle rapport:

1. Brattle wijkt af van de huidige methodiek door geen bandbreedtes te gebruiken bij de vaststelling van de parameters. De vigerende methodiek gaat uit van bandbreedtes om de inherente onzekerheid tot uitdrukking te brengen die bestaat bij de vaststelling van de diverse parameters van de vermogenskostenvergoeding.

2. De periode waarvoor het risicoprofiel wordt bepaald is veranderd. Twee jaar geleden werd gekeken naar een gemiddelde over de afgelopen twee jaar (dagelijkse data) en vijf jaar (wekelijkse data). Deze opzet is destijds gekozen om te borgen dat de bèta voldoende robuust wordt geschat. Brattle stapt nu zonder duidelijke motivatie over op een driejaargemiddelde op basis van dagelijkse data. Dit leidt tot een inconsistentie in de gehanteerde termijnen voor de risicovrije rente, de rente-opslag en de bèta. Voor de twee eerstgenoemde variabelen geldt een referentieperiode van twee en vijf jaar, terwijl voor de bèta een driejaarsperiode als referentie wordt gebruikt. In lijn met het besluit van twee jaar geleden dient voor de bèta eenzelfde periode gebruikt te worden als voor de bepaling van de risicovrije rente en de rente-opslag, namelijk twee en vijf jaar.

3. Ten slotte merken wij op dat Brattle lijkt te rekenen met het verkeerde belastingpercentage om de geschatte equity bèta om te rekenen naar een asset bèta. Alle bedrijven in de vergelijkingsgroep vallen volgens Brattle onder een belastingtarief van 28%. Het belastingtarief in het Verenigd Koninkrijk is echter lager dan 28%, en het belastingtarief in de Verenigde Staten juist hoger. Vewin wijst erop dat de berekeningen correct uitgevoerd dienen te worden.